

# קבוצת דלק בע"מ

מעקב | יולי 2013

1

**מחבר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

## קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1, לאגרות החוב במחזור שהנפיקה קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק" או "החברה"), תוך שינוי אופק הדירוג, משלילי ליציב.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה קבוצת דלק, עליהן חל הדירוג:

סדרת אג"ח	מס' ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרות האג"ח ליום 31.03.13 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
יא	לא סחיר	יול-06	5.40%	סדד	417	2018
יב	לא סחיר	נוב-06	5.35%	סדד	701	2015-2017
יג	1105543	מרץ-07	4.60%	סדד	980	2019-2021, 2013-2014
יד	1115062	יול-09	8.50%	שקלי	419	2018
טו	1115070	יול-09	8.50%	שקלי	1,485	2015-2017
טז	1115385	ספט-09	5.50%	שקלי	217	2013-2015
יז	1115401	ספט-09	משתנה	שקלי	75	2013-2015
יח	1115823	נוב-09	6.10%	סדד	1,135	2016-2022
יט	1121326	נוב-10	4.65%	סדד	584	2019-2022
כב	1106046	יוני-07	4.50%	סדד	444	2019-2021
כג	1107465	אוק-07	4.75%	סדד	750	2013-2014

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בתיק אחזקות רחב ומגוון עם דומיננטיות של מגזר האנרגיה, לאורך כל שרשרת הערך שלו. לחברה מעמד דומיננטי בתחום הפקת הגז הטבעי בישראל ואנו מעריכים כי מעמד זה יישמר בשנים הקרובות. להערכתנו, הסיכונים בפריקט תמר הצטמצמו לאחר התחלת ההפעלה של המאגר בסוף חודש מרץ 2013, תוך עלייה ניכרת במידת הנראות של התזרימים מהמאגר.

בנוסף, לחברה אחזקות מהותיות גם בתחום הפיננסים, שיווק דלקים והתשתיות, אולם להערכתנו, החברה תפעל בשנים הקרובות להתמקד בענף האנרגיה, באמצעות מימוש נכסים. השפעת השינוי העתידי במבנה תיק הנכסים, ככל שיתרחש, תיבחן על ידינו, בין השאר, לאור המבנה הפיננסי והשינויים ברמת המינוף.

לחברה מדיניות להקטנת מינוף, אשר קיבלה ביטוי במימוש נכסים מהותיים במהלך השנה האחרונה והקטנת החוב הפיננסי נטו. כך, החברה מימשה מניות דלק ארה"ב ודלק רכב בסכום מצטבר של כ-2.7 מיליארד ש"ח, תוך ניצול מגמת עליות מהותיות במחירי המניות. אנו צופים המשך מגמה זו של הקטנת החוב הפיננסי, תוך מימוש נכסים, כאשר המהותי שבהם בטווח הנראה לעין הינו דלק אירופה.

החברה מציגה גמישות פיננסית גבוהה, בין השאר נוכח רמת מינוף מתונה, שהשתפרה בשנה האחרונה, המתבטאת ביחס חוב נטו מותאם לשווי נכסים (LTV) של כ-56% ברמת סולו וחברות מטה, בהתבסס על שווי מוחזקות ממוצע (כ-51% לפי שווי המניות בסמוך למועד הדוח). בנוסף, לחברה מרכיב גבוה וסחיר של אחזקות שאינן משועבדות. מנגד, החברה מציגה תזרימים שוטפים (דיבידנדים ודמי ניהול) חלשים מהמוחזקות, המכסים את הוצאות הריבית השוטפות ביחס נמוך מ-1. אנו לא צופים שיפור ביחס זה בשנים 2013-2014.

להערכתנו, יכולת החברה להעלות תזרימים משמעותיים משותפיות הגז תלויה במידה רבה באסטרטגיה של השותפיות לגבי המשך פיתוח מאגר לווייתן ומבנה המימון שלו, לרבות השותפים במאגר. להערכתנו, קיימת עדיין אי ודאות בנושא זה. בתסריט הבסיסי אנו לא מעריכים קבלת תזרימים מהותיים מתחום הגז הטבעי בשנים 2013-2014. נזילות החברה הינה סבירה ומתבססת על יתרות נזילות גבוהות שנבעו בעיקר ממימוש אחזקות, כנזכר לעיל, וכן מניצול מסגרות אשראי. בהתחשב במקורות ושימושים הצפויים בהמשך שנה זו, וללא הנחת מימוש משמעותי של נכסים בחודשים הקרובים, אנו צופים כי החברה תקטין באופן מהותי את יתרת המזומנים עד לסוף השנה, וזאת לצד פירעון חלויות שוטפות והקטנת החוב הפיננסי. לצד זאת, לחברה מסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקף מהותי. החברה חילקה דיבידנדים בשיעור ממוצע של כ-40% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בחמש השנים האחרונות (הרווח הנקי בתקופה זו כלל רווחי הון ורווח אחר בסכומים גבוהים של כ-5.5 מיליארד ש"ח ולא כלל רווח הון בגין מכירת מניות דלק ארה"ב בסכום של כ-870 מיליון ש"ח). בדצמבר 2012, השלימה החברה האחות - דלק נדל"ן הסדר חוב שהחל בשנת 2011. השלמת ההסדר מהווה גורם חיובי וממתן עבור החברה בהיבט הנגישות לשוק ההון, אולם אנו לא מעריכים כי יש בו להפחית את צרכי הדיבידנדים מצד בעל השליטה ולשנות את שיעורי החלוקה, וזאת לאור התחייבות בעל השליטה להמשיך הזרמת כספים לבעלי האג"ח של דלק נדל"ן בשנים הקרובות. שינוי אופק הדירוג יציב נתמך בשיפור רמת המינוף של החברה וצפי להמשך מימוש הנכסים והקטנת המינוף הפיננסי. בנוסף, אופק הדירוג היציב נסמך גם על נזילות טובה וגמישות פיננסית חזקה, התומכת בנזילות לאורך זמן.

**קבוצת דלק (סולו מורחב) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח:**

2009	2010	2011	2012	1-3 2012	1-3 2013	
864	1,701	2,610	446	110	50	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה*
1,113	1,586	2,746	337	(84)	(232)	רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי המניות בחברה
2,108	2,652	4,546	4,867	4,340	4,975	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
4,093	8,622	9,181	9,505	9,315	8,167	חוב פיננסי סולו וחברות מטה
1,800	2,699	1,078	1,710	1,234	1,618	תיק ניל סולו וחברות מטה
2,293	5,923	8,103	7,795	8,081	6,549	חוב פיננסי נטו
141	343	192	163	53	24	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות**
(177)	(1,143)	(505)	(265)	0	0	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות בחברה***

\* הרווח הנקי בשנת 2011 כולל שערך אחזקה בסך של כ-3.2 מיליארד ש"ח באבנר חיפוש גז כתוצאה מעלייה לשליטה

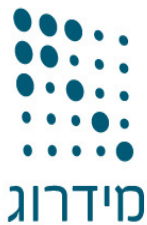
\*\* לאחר תאריך המאזן קיבלה החברה דיבידנדים ממוחזקות בסכום של כ-230 מיליון ש"ח

\*\*\* לאחר תאריך המאזן החברה חילקה דיבידנד לבעלים בסכום של כ-370 מיליון ש"ח

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**תיק החזקות רחב עם דומיננטיות לענף האנרגיה והגז**

לחברה תיק אחזקות רחב עם מספר גדול של החזקות, אך הוא מרוכז בשני ענפים: ענף האנרגיה, לאורך כל שרשרת הערך שלו, וענף הביטוח והפיננסים. בענף האנרגיה פועלת החברה בתחום חיפוש והפקה של נפט וגז באמצעות שותפיות הגז אבנר ודלק קידוחים, בתחום הזיקוק בארה"ב ובתחום שיווק וקמעונאות דלקים בישראל, ארה"ב ואירופה. בשנה האחרונה צמצמה החברה את שיעורי החזקותיה בתחום יבוא הרכב בישראל והזיקוק בארה"ב. חרף הפריסה הרחבה של האחזקות, כמחצית משווי השוק המותאם של נכסי החברה נובע מהחזקה (במישרין ובעקיפין) בשותפיות הגז, וזאת ללא שינוי מהותי בשנה האחרונה.



לחברה, דרך שותפויות הגז, מעמד דומיננטי בשוק הפקת הגז הטבעי בישראל באמצעות שיעור אחזקה משורשר של כ-17% בעסקת תמר. על פי הערכות, מאגר תמר מחזיק עתודות גז טבעי בהיקף של בין 199-282 BCM<sup>1</sup> וביכולתו לספק את ההיקף הדומיננטי בצריכה המקומית בשנים הקרובות. להערכתנו, חלה ירידה ברמת הסיכון העסקי והתפעולי של תמר בעקבות השלמת הסכמים מהותיים בשנה האחרונה, ובראשם ההסכם עם חברת חשמל (לגבי כמות מקסימלית של כ-99 BCM), וכן כמובן, תחילת ההפקה בסוף מרץ 2013. לצד זאת, קיימת אי וודאות לגבי היקף ההשקעות הנוספות הנדרשות בתמר, בין השאר לאור דרישות המדינה, וחסר טרק רקורד לגבי הפקה והולכה בתנאי צריכה גבוהים.

יתר עסקאות הגז בהן מחזיקות השותפויות מצויות במרחק רב משלבי הפקה. העיקרית שבהן הינה לווייתן (הערכה של כמות גז בין 422-684 BCM), לגביה ישנה אי ודאות גבוהה בקשר עם היקף הייצוא שיתור על ידי המדינה, היקף ההשקעה, עיתוי ההשקעה ומבנה אחזקות השותפים העתידי בעסקה. אנו מעריכים כי לאור ההיקף הגדול של תגלית לווייתן, תגלית כריש והפעילות הראשונית בקפריסין (בלוק 12), השותפויות יצמצמו את פעילות חיפושי הגז בשנים הקרובות ויתמקדו בתגליות הקיימות.

בנוסף בענף האנרגיה, לחברה החזקות מהותיות בתחום שיווק וקמעונאות הדלקים באמצעות דלק ישראל, דלק אירופה ודלק ארה"ב. בשנה החולפת עלתה החברה לבעלות מלאה בדלק ישראל בעקבות הצעת רכש. מנגד, האחזקה בדלק אירופה מועמדת למכירה והאחזקה בדלק ארה"ב הצטמצמה בעקבות מימושים. להערכתנו, לחברת מדיניות להתמקד בתחום ה-Upstream והיא תוביל בטווח הקצר-בינוני לצמצום האחזקות בתחום שיווק הדלקים מחוץ לישראל. להערכתנו, הפעילות בישראל אינה מועמדת למכירה נוכח סינרגיה חזקה.

פעילות החברה בענף הביטוח והפיננסים מבוצעת בעיקר באמצעות פניקס החזקות, הפועלת בישראל וחברת הביטוח ריפליק, הפועלת בארה"ב. החזקות אלו הינן בעלות פרופיל פיננסי חזק, אולם מאופיינות בקושי להפיק מהם דיבידנדים עקביים לאורך זמן, נוכח תנודתיות גבוהה ברווחים ורגולציה אינטנסיבית. אנו מעריכים, כי בטווח הארוך האחזקות בתחום הפיננסים יימכרו, הן בשל אילוצים רגולטורים (הפניקס) והן בשל היעדר סינרגיה (ריפליק). לאור כל זאת, בטווח הבינוני-ארוך אנו רואים את החברה מתמקדת בעיקר בפעילות קידוחים והפקת גז טבעי, תוך שהיא מממשת בהדרגה את האחזקות שאינן בתחום האנרגיה בישראל. מהלך זה, ככל שיתרחש, יש בו להגדיל את הסיכון העסקי בו פועלת החברה, וזאת מעצם ההתמקדות בתחום עיקרי אחד. מנגד, השפעת המהלך על סיכון האשראי של החברה תיבחן לאורך הזמן, בהתחשב, בין השאר, במידת הבשלות של האחזקות שיוותרו בידי החברה ותזרימי המזומנים מהן, וכן ברמת המינוף העתידי שתיוותר.

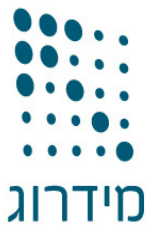
#### מגמת הקטנת החוב ורמת המינוף צפויה להימשך בטווח הבינוני

נכון ליום 31.03.13 החוב הפיננסי של החברה וחברות מטה בבעלות מלאה עמד על כ-8.2 מיליארד ש"ח. יתרת המזומנים ליום זה הייתה כ-1.6 מיליארד ש"ח, וסך החוב נטו כ-6.5 מיליארד ש"ח - ירידה מהותית לעומת חוב נטו של כ-8.1 מיליארד ש"ח, נכון ליום 31.03.12.

במהלך השנה האחרונה, החברה הציגה שיפור ביחס חוב נטו מותאם לשווי השקעות<sup>2</sup> (סולו מורחב) מכ-65% במועד המעקב הקודם, לכ-56% בסמוך למועד דוח זה, על בסיס שווי מניות ממוצע (כ-51% על בסיס שווי השוק של האחזקות, בסמוך למועד דוח זה). החוב המותאם מורכב מחוב פיננסי מאזני ברמת החברה סולו, בצירוף החוב של חברות מטה בבעלות מלאה. מהחוב מנוכים יתרות הנזילות במאזן סולו ובחברות המטה. כמו כן, לחוב הפיננסי אנו מוסיפים ערבויות

<sup>1</sup> BCM - Billion Cubic Meter

<sup>2</sup> שווי השוק של האחזקות הסחירות ושווי הספרים של אחזקות שאינן סחירות



שהעמידה החברה להבטחת התחייבויות של חברות מוחזקות. לצורך חישוב יחס המינוף, יתרת החוב נטו מותאמת לתנועות מהותיות בחוב ו/או במזומן שבוצעו מאז המאזן האחרון.

בשונה משיטת החישוב ששימשה במעקב הקודם, החישוב הנוכחי מצרף לחברות המטה את החברה הבת דלק מערכות אנרגיה בע"מ ("דמ"א", 86.7%), כחלק מההערכתנו כי דמ"א פועלת כחברת מטה לכל דבר של קבוצת דלק, כולל הנהלה משותפת, נכסיה הינה מהותיים ביותר לפעילות קבוצת דלק והחברה אף ניסתה לבצע בעבר מספר הצעות רכש למניות המיעוט מהציבור<sup>3</sup>. מנגד, בשנה החולפת חל גידול מהותי בהיקף הערבויות שהעמידה החברה לחברות מוחזקות.

השיפור ביחסי המינוף בשנה האחרונה נבע מעלייה בשווי של מספר החזקות מרכזיות, ובראשן שותפויות הגז וכן מהקיטון בחוב נטו, שמומן ממימושים של מניות סחירות, ובעיקר דלק ארה"ב (ירידה משיעור אחזקה של כ-68% לכ-33%) ודלק רכב (ירידה משיעור אחזקה של כ-32% לכ-26%).

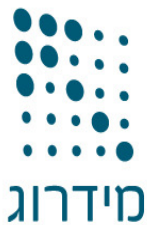
להערכתנו, בכוונת החברה להמשיך ולהקטין את החוב הפיננסי ברמת המטה גם בטווח הקרוב. ואולם, נוכח תזרימים שוטפים חלשים מהאחזקות, הקטנת החוב תוכל להתבצע בעיקר באמצעות מימוש נכסים. באפריל 2013 פרסמה החברה כי היא במגעים למכירת החזקתה בדלק אירופה (80% ישירות ו-20% באמצעות דלק ישראל), לפי שווי פעילות (EV) מוערך על ידי החברה של כ-800 מיליון אירו (בהתחשב בחוב הפיננסי של הפעילות בסך של כ-450 מיליון אירו, שווי המניות הנגזר מההערכת החברה הינו כ-350 מיליון אירו). במקביל, נדחתה התוכנית למימוש האחזקה (50%) ב-IDE. במידה בה תתקבל החלטת הממשלה על אימוץ מסקנות וועדת הריכוזיות להפרדת החזקות ריאליות ופיננסיות, שצפויה בסבירות גבוהה, תידרש החברה לממש את הפניקס בתוך מספר שנים.

#### גמישות פיננסית חזקה המחפה על תזרים פרמננטי חלש

החברה מאופיינת בגמישות פיננסית טובה נוכח מינוף מתון, מרכיב גבוה של אחזקות סחירות, ומרכיב גבוה של נכסים חופשיים משעבודים. לחברה מספר אמות מידה מול המערכת הבנקאית בישראל, אשר עודכנו בחודש דצמבר 2012 ומתייחסות בעיקר לשווי נכסים לחוב. החברה עומדת באמות המידה במרווח טוב. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי חתומות כוללות של כ-650 מיליון ש"ח, מתוכן כ-50% פנויות נכון לסוף הרבעון הראשון של 2013. החל מסוף שנת 2011 ועד כה החברה לא גייסה חוב דרך שוק ההון, להערכתנו, גם עקב סנטימנט שלילי שנוצר עקב ביצוע הסדר החוב בחברה האחות "דלק נדל"ן. להערכתנו, השלמת ההסדר בחודש דצמבר 2012 מהווה גורם חיובי וממתן עבור החברה, כפי שהתבטא בשיפור בתשואות האג"ח, מצב התורם לגמישות הפיננסית.

בשנים האחרונות הציגה החברה תזרימי מזומנים חלשים מהמוחזקות ביחס להוצאות המימון והמטה השוטפות. כך, לאורך שלוש השנים האחרונות סכום הדיבידנד המייצג מתיק האחזקות נע בין 160-320 מיליון ש"ח לשנה. היקף הדיבידנד הנמוך נבע מהיעדר דיבידנדים מהשקעות מרכזיות, כגון הפניקס (עד לשנת 2013) ודלק אירופה וכן שותפויות הגז, שעסקו בהשקעות בפרויקט תמר. מקורות פנימיים נוספים שנבעו לחברה כללו תמלוג על ממאגר ים-תטיס והכנסות ריבית מהלוואות למוחזקות. החברה (סולו מורחב) הציגה יחס ממוצע חלש של כ-0.6 בשנת 2013. בשנת 2013 אנו מעריכים יחס דומה, עם היקף הכנסות שוטפות ריבית ומטה של כ-400 מיליון ש"ח (שרובן כבר התקבלו עד למועד זה) והוצאות מימון וניהול של כ-600 מיליון ש"ח. שירות החוב בשנת 2013 צפוי לנבוע בעיקר מתמורת המימושים שביצעה החברה עד כה. במידה ולא יבוצעו מימושים נוספים, לא יבוצע גיוס חוב מהותי וחלוקת דיבידנדים נוספת, צפויה יתרת המזומנים בקופת החברה לקטון בכ-1.0 מיליארד ש"ח עד לסוף שנת 2013.

<sup>3</sup> יחסי המינוף המוצגים לעיל בשתי התקופות כוללים את האיחוד של דמ"א. יחס המינוף ללא איחוד דמ"א (קרי לפי שיטת החישוב ששימשה במועד המעקב הקודם) הינו 52% כיום, לעומת כ-56% במועד המעקב הקודם.

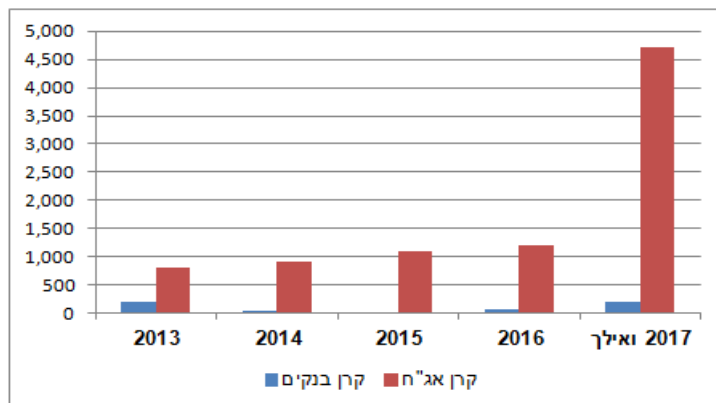


להערכתנו, הוודאות לגבי קבלת תזרימים משותפיות הגז בשנים 2013-2014 עדיין נמוכה. יכולת השותפיות להזרים עודפי מזומנים לבעלים מותנית בצורכי ההשקעה בפרויקטים השונים, בהיקף ומבנה המימון מחדש של ההשקעות בתמר ובלוויתן וכן בהכנסת שותפים למאגרים, כגון עסקת וודסייד. אנו לא מעריכים תזרימים מהותיים מהשותפיות לקבוצת דלק וחברות המטה שלה בשנתיים הקרובות.

#### חלוקת דיבידנד מהותיות בשנים האחרונות

מדיניות הדיבידנד בחברה עומדת על חלוקה של כ-50% מהרווח הנקי השנתי. החברה חילקה במהלך חמש השנים האחרונות דיבידנדים ביחס של כ-40% מסך הרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות. יש לציין, כי הרווח הנקי בתקופה זו כלל רווחי הון ורווח אחר בסכומים גבוהים של כ-5.5 מיליארד ש"ח, מעלייה לשליטה באבנר ומירידה משליטה בדלק רכב, אך לא כלל רווחי הון בגין מכירת מניות דלק ארה"ב, שנזקפו ישירות לקרן הון, בסכום של כ-870 מיליון ש"ח. במהלך שנת 2012 חילקה החברה דיבידנדים בסכום של כ-263 מיליון ש"ח והחל מחודש אפריל 2013 החברה חילקה כ-370 מיליון ש"ח. להערכתנו, אין בהשלמת הסדר החוב בדלק נדל"ן ובמבנה ההסדר, בכדי להקטין באופן מהותי את חלוקת הדיבידנדים לבעל השליטה, נוכח צורכי שירות החוב למחזיקי אגרות החוב במסגרת ההסדר.

#### **לוח סילוקין של חוב לזמן ארוך - החברה וחברות המטה (כולל דמ"א) ליום 31.03.13, במיליוני ₪:**



#### אופק הדירוג

##### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- חלוקת דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע בנזילות החברה
- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף מהותי ביחס לצורכי שירות החוב
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו המותאם לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 60%

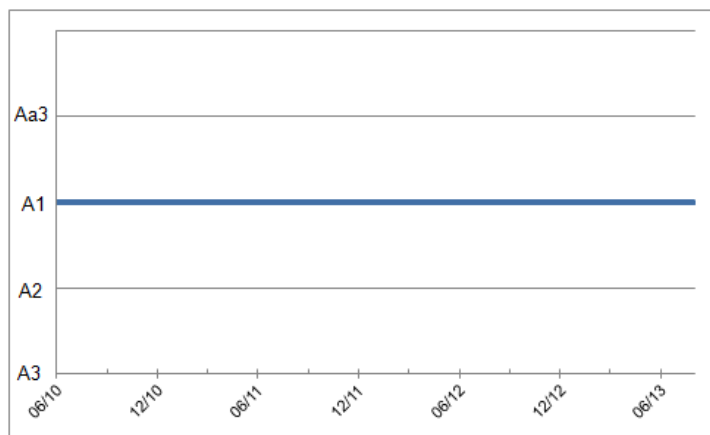
## אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה בחברות במגוון תחומי פעילות בישראל ובחו"ל. לחברה אחזקות בתחום הדלקים בישראל ובחו"ל הכוללות, בין היתר, את דלק ישראל (חברה פרטית), דלק ארה"ב (33.1%) ודלק אירופה (100%). בנוסף, החברה מחזיקה בדלק מערכות אנרגיה (86.7%), בדלק רכב (25.8%) ופניקס החזקות בביטוח (55.7%) המחזיקה בחברת הביטוח פניקס (100%) ובבית ההשקעות אקסלנס (89.8%).

דלק מערכות אנרגיה פועלת בתחום הקידוחים וחיפוש נפט וגז, באמצעות אחזקה בשותפויות דלק קידוחים (50.1%) ואבנר חיפוש נפט (46.6%). החברה מחזיקה גם ישירות בדלק קידוחים (6.1%) ובאבנר (8.45%). עיקר השווי של דלק קידוחים ואבנר נובע מאחזקתן בזכויות בפרויקטי קידוחי תמר ודלית (15.6% כל אחת) ובזכויות בפרויקטי לווייתן (23% כל אחת).

הקבוצה מחזיקה גם במלוא הון המניות של Republic Companies Group Inc ("ריפבליק"), חברת ביטוח הפועלת בעיקר בתחום ביטוח רכוש במספר מדינות בארה"ב. הקבוצה מחזיקה ב-49.8% מהון המניות של IDE Technologies Ltd ("IDE") הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם ו-100% מהון המניות של אי.פי.פי אשקלון, המפעילה תחנת כוח פרטית לייצור חשמל בהיקף של 80 מגאוט. בעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה, המחזיק בכ-63.4% ממניות החברה. שאר המניות מוחזקות על ידי הציבור.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[קבוצת דלק בע"מ - פעולת דירוג, אפריל 2012](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, דצמבר 2011](#)

מועד הדוח: 15.07.2013

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.